



# **Fusões e Aquisições: Impactos no período de crise**

por

Joana Filipa Machado Rocha

110402091@fep.up.pt

Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientador:

Professor Doutor Francisco Vitorino da Silva Martins

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

Setembro de 2017

## **NOTA BIOGRÁFICA**

Joana Filipa Machado Rocha nasceu em 1993, na Trofa – Porto. O percurso académico iniciou-se no Curso Socioeconómico no Liceu da Trofa dando entrada, em 2011, na Faculdade de Economia do Porto no curso de Gestão. Terminou o curso com sucesso nos três anos previstos. Durante estes três anos, tirou um curso de inglês no Walt Street English, que veio a tornar-se uma mais valia no decorrer do curso e posteriormente no mestrado.

Em 2014, ela juntou-se ao Mestrado de Finanças e Fiscalidade onde concluiu com êxito cadeiras como Fiscalidade, Contabilidade, Auditoria Fiscal, entre outras.

Paralelamente ao percurso académico, tem desempenhado funções de contabilidade e controlo na empresa AGS Consulting desde 2014 tendo prestado serviços de outshoursing na Nos Comunicações, SA até ao momento. Este percurso permitiu-lhe estar em diversas áreas da NOS tais como Stocks, Rendas, Contencioso e Pagadoria. Visto desempenhar funções onde a fiscalidade e, em parte, as finanças são uma constante tornou-se crucial os estudos académicos nestas áreas. Adicionalmente, o tema desenvolvido, embora seja à escala internacional, permite uma melhor compreensão da fusão ocorrida nesta mesma empresa entre a ZON e a Optimus.

## **Resumo**

Este estudo foca-se na evolução das fusões e aquisições tanto nacionais como internacionais, durante 10 anos (de 2006 a 2015). Este período é relevante, pois engloba uma crise económica mundial que influenciou as decisões de investimento por parte das empresas. Através do estudo desta variável, é possível concluir que o volume de transações tem um crescimento exponencial depois da crise e que, para as empresas alvo, as restrições financeiras diminuem melhorando o seu acesso ao mercado de capitais.

Tendo por base uma amostra de aquisições e fusões da Zona Euro, será analisado as variações ocorridas no investimento e no cash flow antes e após as aquisições, não deixando de considerar outros fatores relevantes como os fatores geográficos, os sistemas económicos e fiscais bem como as questões cambiais. Este último ponto não terá impactos no estudo, uma vez que o sistema monetário é comum a todos os países em estudo.

**Palavras-chave:** aquisição, fusão, aquisições transfronteiriças

## **Abstract**

This study is focused on the evolution of fusions and acquisitions both national and international, throughout 10 years (from 2006 till 2015). This is a relevant period, because it gathered a worldwide economic crisis who influenced the companies' investment decisions. Through the study of this variable it's possible to conclude that the volume of transactions has an exponential growth after the crisis and that, to the targeted companies, the reduction of financial restrictions improved their access to the capital markets.

Having a sample of fusions and acquisitions in the Eurozone as foundation, it will be analysed the followed variations in the investment and in the cash flow before and after the acquisitions, taking into account other relevant factors such as geographic factors, economic systems as well as currency exchange questions. This last factor won't have impact in this study, because the monetary system is shared among all countries being studied.

**Keywords:** fusions, acquisitions, cross-border acquisitions

# Índice

I.	Introdução .....	1
II.	Revisão da Literatura .....	3
I.1	Conceitos teóricos .....	3
II.1	Principais determinantes para as F&A .....	7
III.1	Impacto da crise nas F&A .....	9
IV.1	Relevância do estudo.....	11
III.	Dados e Metodologia .....	14
IV.	Resultados .....	18
V.	Conclusão.....	22
VI.	Apêndice .....	23
VII.	Bibliografia .....	24

## **Lista de Anexos**

Tabela I – Principais F&A .....	4
Tabela II – Diferentes Fases das F&A .....	10
Tabela III – Estudos Anteriores .....	13
Quadro I – Ranking do nº de transações .....	16
Gráfico I - Evolução das F&A .....	16
Tabela IV – Impactos da variável investimento .....	19
Tabela V- Impactos do logaritmo do investimento .....	20
Tabela VI – Impactos da variável cash flow .....	21
Tabela VII - Medidas descritivas .....	21

## **I. Introdução**

O volume de fusões e aquisições (F&A) transfronteiriças tem vindo a crescer em todo o mundo. Este método é usado como forma de aumentar o valor ou a utilidade de duas empresas, que se fundem, beneficiando de sinergias positivas, tais como, um aumento de poder no mercado ou melhorias nos processos. As fusões e aquisições podem ser nacionais ou internacionais, ou seja, dentro do mesmo país ou entre diferentes países, sendo que, o objetivo em ambos os casos é similar: pretende-se aumentar o valor das empresas e reduzir os riscos/custos associados.

Devido à globalização da economia, as F&A podem representar uma opção estratégica para os investidores. As empresas-alvo são escolhidas devido às suas características geográficas, culturais, macroeconómicas, bem como o tipo de mercados que abrangem e, permitem às empresas adquirentes entrarem em novos mercados de forma a expandirem a produção e a adotarem métodos mais inovadores.

As maiores fusões e aquisições registaram-se no século XXI, estando no top da lista a aquisição por parte da Vodafone Air Touch da alemã Mannesmann por 180 mil milhões de dólares, em 2000. Em segundo lugar da lista aparece a compra de 45% da Verizon Wireless pela Verizon, em 2013, por 130 mil milhões de dólares. Em terceiro, caso se concretize, será a compra da SAB Miller pela AB InBev revolucionando o mercado da cerveja, estando a operação avaliada nos 122 mil milhões de euros.

Neste trabalho será analisado uma amostra dos 19 países da Zona Euro durante um período de 10 anos (2006-2015) tendo em consideração variáveis ao nível da empresa como rentabilidade dos ativos, resultados líquidos, e variáveis macroeconómicas relacionadas com os países, tais como, crescimento do PIB, inflação, investimento direto estrangeiro. Paralelamente, iremos analisar os impactos da crise financeira neste tipo de investimentos. Espera-se que durante a crise, o volume de aquisições registe uma queda significativa e um crescimento no período seguinte.

Numa primeira fase será estudado os determinantes das F&A bem como o número e valor destes investimentos. De seguida, será considerado na análise a crise financeira e como esta influenciou as decisões das empresas, os seus investimentos e escolhas nos países

alvo. Serão elaborados modelos econométricos que evidenciam os impactos em cada variável e a sua relevância no estudo.



## **II. Revisão da Literatura**

É possível encontrar na literatura existente várias teorias sobre as aquisições e fusões, os seus efeitos macroeconómicos, financeiros, geográficos, jurídicos, entre outros. Vários são os autores que estudaram estes impactos nas transações entre países e, adicionalmente, a frequência com que ocorriam durante diferentes períodos como antes e após a crise. As aquisições transfronteiriças, com a crise, sofreram mudanças tornando-se um forte instrumento para as empresas melhorarem os seus resultados e terem acesso a outros mercados. Assim, o presente estudo, pretende abordar de forma sucinta os diferentes fatores relevantes nas F&A e a sua variação temporal.

### **I.1 Conceitos teóricos**

As fusões e aquisições são uma forma das empresas criarem sinergias positivas, gerando valor para os acionistas. Uma empresa pode adquirir total ou parcialmente outra entidade mais debilitada financeiramente. Esta transação visa a entrada de capital da empresa adquirente na empresa alvo que poderá ser através da compra da maioria das ações ou através da compra do ativo da empresa, onde está englobado o goodwill (a ponderação recai muitas vezes sobre a taxa aplicação a cada transação).

A fusão é a junção de duas empresas numa só. Esta pode ser através da absorção, ou seja, a empresa adquirente “absorve” a empresa alvo passando a ser a adquirente a gestora de todo o passivo e ativo, havendo a extinção da primeira. Outra forma de fusão é a criação de uma nova entidade, onde todo o passivo e ativo das empresas é transferido para uma terceira com novo nome e nova imagem. A aquisição é a compra de uma empresa por outra.

Adicionalmente, as F&A englobam um grande número de transações, tais como, ofertas públicas de aquisição (OPA), compra de ativos, operações de consolidação e os leverage buyout (LBO). Na Tabela I é apresentada uma breve descrição de cada transação tendo por base Damodaran (2008).

Tabela I – Principais F&A

Uma empresa pode ser adquirida:	Por outra empresa	Fusão	A empresa alvo torna-se parte da empresa adquirente. É necessária a aprovação dos acionistas de ambas as empresas.
		Consolidação	As empresas, alvo e adquirente, tornam-se numa nova empresa. É necessária a aprovação dos acionistas de ambas as empresas.
		Oferta pública de aquisição	A empresa alvo continua a existir, enquanto houver acionistas que não vendam as suas posições. OPA's bem-sucedidas acabam por se tornar fusões. Não é necessária a aprovação dos acionistas
		Compra de ativos	A empresa-alvo continua a existir, ainda que apenas como "fachada", mas os seus ativos são transferidos para a empresa adquirente. Em última análise a empresa-alvo acaba por ser liquidada.
	Pelos seus próprios administradores e/ou investidores externos	<i>Buyout</i>	A empresa-alvo continua a existir, como uma empresa privada <sup>4</sup> . É normalmente realizada através de uma OPA.

Fonte: Adaptado de Damodaran (2008)

<sup>4</sup>Privada no sentido anglo-saxónico do termo - empresa não pública, isto é não cotada em bolsa. Fonte

As fusões e aquisições podem ser classificadas consoante o seu nível de integração:

- Horizontal: quando empresas do mesmo ramo de negócio se juntam aumentando o seu poder nas negociações com os fornecedores;
- Vertical: quando empresas de ramos diferentes se juntam com o objetivo de alargarem o seu poder de mercado ao abrangerem uma área mais vasta de negócios;
- Conglomerados: junção de empresas de setores de atividade diferente de forma a beneficiar das experiências de cada uma em particular e melhorar o conjunto, por exemplo, retirar partido da sazonalidade de uma para expandir a outra durante o mesmo período.

Devido à elevada complexidade do processo e ao elevado investimento, as empresas adquirentes têm em atenção vários fatores. As F&A devem ter uma lógica estratégica de criação de valor garantindo, assim, os meios financeiros e a eficácia necessária para o projeto. Estas preocupações podem traduzir-se em vantagens como o encaixe no curto e médio prazo de investimento, a possibilidade de integração em mercados de maiores dimensões (nacionais e internacionais), aumento do conhecimento adquirido e a criação de economias de escala.

Estes conceitos surgiram primeiramente, nos EUA onde tinham um carácter mais doméstico, ou seja, as opções de investimento eram dentro de fronteiras devido à facilidade de realização do negócio e entre empresas similares para evitar os riscos e aumentar a eficácia do negócio. Ao longo do tempo, as estratégias das empresas sofreram alterações, de maneira a se ajustarem ao sistema globalizado a que estão sujeitas, surgindo questões relacionadas com as taxas de impostos a que as empresas adquirentes se sujeitam com as F&A ou as variações das taxas de câmbio.

Estudos desenvolvidos defendem que as oscilações cambiais influenciam o volume de F&A, Isil Erel (2011). As empresas adquirentes irão optar por alvos onde a taxa cambial esteja desvalorizada originando retornos superiores.

O conceito espalhou-se pela Europa, em dimensões mais modestas comparativamente às registadas na América, (Goergen e Renneboog, 2004; Danbolt, 2004; Martynova e Renneboog, 2011). Com a abolição das barreiras comerciais entre países e a criação do

mercado único na Europa, o número de fusões e aquisições (F&A) aumentou e consolidou-se com a criação da moeda única. A livre circulação de bens e mercadorias, a existência de uma moeda única, os acordos fiscais e a convergência económica e política foram pontos essenciais para o fortalecimento deste método de investimento, Coeurdacier et al., (2009). No entanto, as diferentes culturas dos países da Zona Euro aumentam o risco de insucesso das operações e, como tal, é essencial a criação de legislação e regulamentos para facilitar o investimento direto estrangeiro com o menor risco possível. No estudo desenvolvido por Isil Erel (2011), os aspetos enumerados acima podem ser constrangimentos à F&A, sendo que o ponto mais determinante é a taxa de câmbio. O estudo foi elaborado apenas para a Europa, onde as políticas são mais similares, e concluiu-se que, as empresas alvo vêm as suas restrições financeiras serem reduzidas após a aquisição, o que implica que as empresas adquirentes tenham de investir no capital da empresa alvo.

As empresas usam as F&A como forma de aumentarem o seu poder no mercado assim como o aumento da riqueza. Há vários benefícios deste método como a criação de economias de escala devido ao aumento da dimensão da empresa, redução dos custos operacionais e aumento da produção. Isto provoca um aumento da sua participação e influência no mercado, novos alvos, novas oportunidades de investimento e desenvolvimento. Há o surgimento de sinergias positivas com o aproveitamento de novas tecnologias e novos métodos de produção que a empresa alvo tenha e seja do interesse da adquirente. Por último, um outro fator importante que é levado em conta é a carga fiscal que as empresas podem reduzir com a aquisição de uma outra empresa com resultados negativos. No entanto, a crise financeira teve um grande impacto sobre este tipo de investimentos, Gort, 1969; Kang & Johansson, (2000).

## **II.1 Principais determinantes para as F&A**

Ao longo dos tempos registaram-se diferentes evoluções das fusões e aquisições, havendo períodos de evolução e outros de regressão consoante a situação económica mundial. Segundo Martynova e Renneboog (2008) há pontos em comum em cada período de evolução. A expansão das F&A coincide com períodos de crescimento económico, onde há maior facilidade de acesso à banca e onde há a desregulamentação dos mercados, normalmente devido a crises registadas nos períodos antecedentes. Os gestores argumentam que as aquisições são uma forma de adicionar valor às empresas alvo ao aumentarem a capacidade de investimento eficiente e diminuírem o custo com o capital. Vários são os determinantes a ter em conta no momento da F&A, nomeadamente, a geografia dos países, a taxa de câmbio, a performance financeira, a qualidade da informação contabilística reportada. Caso as divergências sejam muito acentuadas provocam ineficácia no processo, dificuldades de reestruturação e prejuízos para a empresa adquirente. As empresas aproveitam a integração imperfeita do mercado de capitais para fazer este tipo de investimentos, pois tornam as empresas alvo mais baratas devido a alteração dos mercados bolsistas e, com isto, obter um resultado mais positivo, Rossi e Volpin (2004).

Isil Erel, Rose C. Liao, Michael S. Weisbach (2011) analisaram os determinantes das fusões e aquisições, como a localização do país alvo, das características fiscais, macroeconómicas, financeiras. O número de transações aumentou de 1998 a 2007, sendo a maior parte entre empresas privadas fora dos EUA. As empresas com maior valorização monetária têm uma maior probabilidade para serem empresas adquirentes, assim como, empresas monetariamente mais desfavoráveis têm uma maior probabilidade de serem alvo de aquisição. Este estudo vai ao encontro de Froot e Stein(1991) ao defender que o custo de capital das empresas influencia as aquisições pois, os países alvo são aqueles onde o custo de capital é mais baixo. Um estudo desenvolvido pelos mesmo autores em 2013, colocou em evidência a capacidade de financiamento das empresas adquirentes. As empresas alvo têm um conjunto de restrições financeiras antes da aquisição, sendo estas abatidas com o financiamento das empresas aquirentes tornando o investimento mais eficiente. Ellis, Moeller, Schlingemann e Stulz (2012) sugeriram que as empresas com

problemas de liquidez são um alvo mais apelativo para empresas adquirentes, pois têm um custo de capital mais baixo.

As diferentes culturas, mentalidades da população e religiões geram entraves às F&A transfronteiriças, Ahern, Daminelli, e Fracassi (2012). As questões relacionadas com o corporate governance também são consideradas nesta equação. Empresas com estabilidade governativa, onde haja uma elevada proteção dos acionistas são mais propícias para serem adquiridas, pois transmitem mais confiança e tornam-se mais transparentes para o mercado, sendo a probabilidade de sucesso maior.

### **III.1 Impacto da crise nas F&A**

As crises mundiais são fatores determinantes nas F&A. Sempre que se registam períodos de crise, a tendência é registar-se uma queda nas F&A que, conseqüentemente, vêm a sua expansão nos períodos seguintes.

A última crise financeira surgiu nos EUA e espalhou-se por toda a Europa. Segundo Reddy (2014), com a crise as empresas sofrem uma maior pressão para haver uma reestruturação interna e externa, de forma a captarem novos investimentos e conseguirem melhores resultados, e há um maior incentivo para a desregulação do mercado facilitando as fusões e aquisições, por exemplo, e Martynova Renneboog (2008); Pablo (2009); Reddy (2015<sup>a</sup>); Rossi e Volpin (2004); Weston et al. (1998).

A crise levou as famílias a recorrerem ao crédito, no entanto, a subida das taxas de juro para níveis históricos provocaram graves dificuldades e aumento do risco. Numa primeira fase, ela deveu-se ao fracasso das políticas desenvolvidas pelos governos e, numa segunda fase, devido à falta de regulamentação dos mercados que, sendo cada vez mais integrados e globais, são complexos necessitando de uma vasta rede de regulamentos para proteger as famílias e os investidores. Estas crises ocorrem em períodos de grande instabilidade, Arnold (2009).

Segundo Gaughan (1999) ocorreram 6 ondas de F&A: a primeira de 1887-1904, a segunda de 1916-1929, a terceira de 1965-1969, a quarta de 1981-1989, a quinta de 1991-2000 e, finalmente, a sexta de 2003-2007 que terminou com a grave crise financeira de 2008. Estas ondas têm início em alterações de ordem económica, política e legislativa, Martynova e Renneboog (2008). Na Tabela II é apresentado um breve resumo das características de cada onda de F&A.

Tabela II – Diferentes Fases das F&A

	Onda 1	Onda 2	Onda 3	Onda 4	Onda 5	Nova Onda 6
Período	1890s-1903	1910s-1929	1950s-1973	1981-1989	1993-2001	2003-presente
Zona Geográfica	EUA	EUA	EUA, RU, Europa	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia
Resultado F&A	Formação de Monopólios	Formação de Oligopólios	Crescimento pela diversificação	Eliminação de ineficiências	Ajustamento aos processos de globalização	Expansão Global
Relacionamento	Concentração	Concentração	Diversificação	Concentração	Concentração	Concentração
Setores industriais	Hidráulica, Têxteis, Ferro	Motores a vapor, Aço, Caminho de ferro	Eleticidade, Química, Motores de Combustão	Petroquímica, Aviação, Eletrónica, Tecnologias de Comunicação	Comunicação, Tecnologias de informação	n.a.
Fontes de financiamento dominantes / meios de pagamento	Dinheiro	Capital Próprio	Capital Próprio	Dívida financiada / Dinheiro líquido	Capital Próprio	Dívida e Dinheiro Financiados / Dinheiro Líquido
Atividade de F&A Hostis	n.a.	n.a.	Nenhuma (EUA, RU) Nenhuma (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alta (EUA, RU) Nenhuma (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alguma (EUA, RU) Alta (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alguma (EUA, RU) Alguma (Europa) Alguma (Ásia)
Atividade de F&A Transfronteírica	n.a.	n.a.	n.a.	Alguma	Média	Alta
Outras especificidades				<i>LBO's, MBO's, Going-private deals</i> e alienações	Mega Negócios, Alianças	Negócios por fundos de <i>Private-Equity</i>
Eventos coincidentes com o início da onda	Expansão económica; processos de industrialização; introdução de nova legislação sobre sociedades; desenvolvimento das transações da Bolsa de valores de Nova Iorque; Mudanças radicais em tecnologia.	Recuperação económica após <i>crash</i> do mercado e do fim da Primeira Guerra Mundial; Reforço das leis anti monopolistas.	Recuperação económica após a Segunda Guerra Mundial; Reforço da regulação sobre concorrência em 1950.	Recuperação económica após a recessão; alterações na política de concorrência; Desregulamentação do setor financeiro; Novos mercados e instrumentos Financeiros (ex. <i>Junk Bonds</i> ); Progresso tecnológico da eletrónica.	O "Boom" económico e financeiro dos mercados; Processos de globalização, inovação tecnológica, desregulamentação e privatização.	Recuperação económica após a recessão em 2000-01.
Eventos coincidentes com o fim da onda	<i>Crash</i> bolsista; estagnação económica; Início da Primeira Guerra Mundial.	<i>Crash</i> bolsista; Início da denominada "Grande Depressão"	<i>Crash</i> bolsista; Crise petrolífera, Abrandamento económico.	<i>Crash</i> da bolsista.	<i>Crash</i> da bolsista. O ataque terrorista do 11 de setembro.	n.a. (Poderíamos acrescentar a crise financeira a partir de 2007)

Fonte: Traduzido e adaptado de Martynova e Renneboog (2008)

Vários estudos foram levantados durante este período de forma a perceber os impactos da crise e como esta podia influenciar os resultados obtidos, sendo que, tanto o investimento, como o número de aquisições e o desenvolvimento económico sofreram uma queda. É importante salientar que a desvalorização monetária é um dos principais fatores que influenciam as decisões. Esta desvalorização torna os países menos desenvolvidos mais apelativos. Assim, o fracasso de uns torna-se o sucesso de outros.



#### **IV.1 Relevância do estudo**

Este estudo será um consolidar de estudos anteriores ao analisar as questões de investimento durante a crise económica. Numa primeira fase será exposto os determinantes para as fusões e aquisições e numa segunda fase será analisada a relevância da crise.

Na fase inicial e usando variáveis micro e macroeconómicas, será analisado os determinantes e impactos das F&A, ou seja, qual a situação das empresas adquiridas e dos países onde estas se inserem de forma a torna-las aliciantes para aquisição. Ao analisarmos a Zona Euro, eliminando as variações da taxa de câmbio bem como algumas questões burocráticas, uma vez que, os países estão integrados tendo políticas comuns. Deste modo, será importante alinhar a análise da F&A das empresas com a situação do país.

Na fase seguinte, será considerada a variável crise no estudo. Este ponto será importante, uma vez que, no período de análise, a grave crise que se registou abalou todos os países influenciando as questões de investimento por parte das empresas. A debilidade macroeconómica, o difícil de acesso à banca, levou muitas empresas a entrar em dificuldades, não conseguindo cumprir com os seus compromissos financeiros. Assim, as empresas que conseguiram superar a crise, viram nesta fase, uma boa oportunidade de investimento ao aproveitarem as fragilidades das empresas alvos e potenciando a sua melhoria. Deste modo, esta análise é fundamental para concluir os fatores determinantes, neste novo século, que influenciam as F&A.

No quadro seguinte, é apresentado alguns estudos relevantes no desenrolar deste estudo. É de salientar que o foco será no artigo de Isil Erel (2013), uma vez que tem pontos em comum com a análise que será elaborada. A amostra é da Zona Euro, sendo as bases de dados comuns. Outro ponto a considerar é a relevância dos valores antes e após aquisição, de forma a concluir se as F&A são vantajosas.

Tal como é mencionado no quadro abaixo, Kotapati Srinivasa Reddy, Vinay Kumar and Rajat Agrawal (2014) analisaram os efeitos da crise no mercado das fusões e aquisições. Segundo ele, no período pós-crise, o Brasil e a Rússia foram os países onde o número de

negócios foi mais elevado, isto porque ambos os países apresentaram políticas de incentivo ao investimento. Em relação ao valor do negócio, os países desenvolvidos têm atraído os países emergentes a investirem durante o período de crise, sendo a Austrália, a França e a Itália os líderes neste tema. Por último, o valor médio do negócio não sofreu grandes alterações, no entanto, os estudos apontam para resultados mais baixos no pós-crise. Ao utilizar a correlação de Pearson, o autor concluiu que as economias asiáticas estão fortemente ligadas aos países europeus, não sendo esta relação afetada pela crise.

Para analisar os determinantes das fusões e aquisições bem como os diferentes problemas financeiros que as empresas alvo estão sujeitas recorremos ao estudo de Isil Erel, Rose C. Liao, Michael S. Weisbach (2011). Por um lado, são analisados os diferentes fatores a ter em conta no momento da fusão, isto é, a distância física e governamental, as barreiras cambiais, o corporate governance entre outros. Por outro, é analisado as circunstâncias em que o investimento ocorre. Esta mudança na estrutura da empresa adquirente ocorre para aumentar o valor da mesma, isto porque após a aquisição ou fusão os custos de produção e contratação podem ser menores, podendo aceder a novos mercados e novas tecnologias criando sinergias positivas. São analisados os ativos, o cash flow e o investimento por se considerar pontos similares em todos os países usando um modelo que coloca em evidência as variáveis de controlo e os resultados após aquisição. Concluiu-se que as empresas alvo após a F&A vêem as suas restrições financeiras serem reduzidas possibilitando melhores resultados.

Para finalizar, o estudo de Narendar V. Rao e K. S. Reddy é um complemento ao apresentado anteriormente, uma vez que, analisa os fatores que levam às F&A e os impactos da crise por indústrias. Estes concluíram que o número e o valor das F&A têm diminuído após a crise. Os países emergentes aproveitaram o período de crise para alterarem as suas políticas de maneira a tornarem-se mais apelativos ao investimento direto estrangeiro e assim melhorarem os seus resultados.

Na Tabela III encontramos um resumo de alguns estudos desenvolvidos sobre F&A que foram o ponto de partida para o presente estudo.

Tabela III – Estudos Anteriores

Autores	Título	Método	Amostra	Observações	Fórmula
Bruno Ferraz Monteiro (2011)	Determinants of cross-border mergers and acquisitions: an econometric study of transactions in the Euro Zone between 2001 and 2010	OLS; Logic; Home e Heterocedasticidade; testes de robustez	980 fusões da zona euro de 2001 a 2010	Análise dos determinantes das F&A	$f = (\text{cultura; distância; diferenças de valor; tributação internacional})$
Isil Erel, Rose C. Liao, Michael S. Weisbach (2011)	Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions	Uso de rácios calculados com base na Datastream e SDC	56978 Fusões entre 1990 a 2007.	Caraterísticas das F&A (diferenças governativas, cambiais). Foca-se nos fatores que influenciam as F&A.	$f = (\text{cultura; distância; corporate governance; câmbio; sistema fiscal; market to book})$
Isil Erel, Yeejin Jang, Michael S. Weisbach (2013)	Do Acquisitions Relieve Target Firms Financial Constraints?	Modelos multivariáveis; efeitos fixos: dummy; dados em painel	5187 aquisições na Europa de 2001 a 2008	Pretende-se analisar as diferenças na política de caixa, nos investimentos e no acesso ao capital antes e depois da F&A. Empresas adquirentes acrescentam valor às empresas alvo diminuindo as suas restrições orçamentais. O modelo tem em conta o período de crise, sendo isso, um fator determinante nestes investimentos.	$f = (\text{reservas de caixa do alvo; sensibilidade do fluxo de investimento; sensibilidade do fluxo de caixa})$ Cash/assets= a+ b AFTER + c Controls + e
Kotapati Srinivasa Reddy, Vinay Kumar and Rajat Agrawal (2014)	The 2007–2008 Global Financial Crisis, and Cross-border Mergers and Acquisitions: A 26-nation Exploratory Study	Teoria de Fama e French; correlação das variáveis; método de Person; testes de robustez	26 países entre 2004 a 2010	Impactos da crise, do corporate governance e do valor das empresas.	$f = (\text{nº negócios; valor do negócio; valor médio da operação})$

### **III. Dados e Metodologia**

Este estudo tem por base uma amostra constituída por 16514 empresas de 19 países da Zona Euro durante um período de 10 anos (2006- 2015). A escolha desta amostra baseia-se no facto de todos os membros da Zona Euro se guiarem por normas semelhantes, tendo um sistema económico-financeiro similar. A obrigatoriedade de divulgarem os dados financeiros permite aceder às demonstrações de resultados antes, durante e após as fusões. A moeda comum facilita as trocas comerciais e diminui o risco associado às mesmas. Para efeitos de comparação dos resultados antes e após aquisição iremos considerar os dados de 2007 a 2014. Não foram efetuadas restrições aos países em causa nem ao tipo de transação efetuada, uma vez que, o objetivo será evidenciar os impactos em todo o tipo de transações distanciando-nos, assim, de estudos anteriores onde o foco são empresas da Europa com um elevado número de empregados e englobado apenas certas transações. Sendo países com uma elevada proximidade geográfica, a adaptação à cultura local, às normas burocráticas, sistema fiscal, entre outros, é facilitado aumentando a probabilidade de sucesso do negócio do que em outros países fora deste grupo.

A escolha do período permite analisar os impactos da crise financeira que abalou a economia mundial e que teve o seu início no ano de 2007/2008 e alastrou os seus efeitos para os anos subsequentes. Esta análise é relevante ao determinar as consequências da crise nas empresas, uma vez que temos alterações no volume e valor das F&A.

Para a construção da amostra vamos retirar os dados da Amadeus e da Zephyr, uma vez que, são do mesmo fornecedor e, através dos identificadores de cada empresa é possível combinar os dados das aquisições fornecidos pela Zephyr com os dados financeiros fornecidos pela Amadeus.

Assim, com a junção de ambas as bases de dados, temos a informação necessária para determinar o sucesso ou insucesso das aquisições através dos impactos obtidos nas empresas. Com a crise prevemos que estes resultados sejam abalados, as quebras nas bolsas e a crise no setor bancário dificultou o investimento às empresas.

Para o estudo de caso, iremos considerar o seguinte modelo:

$$\text{Cash/Assets} = a + b \text{ AFTER} + c \text{ Controls} + e,$$

Onde *AFTER* é uma variável binária que assume o valor de um após aquisição e analisa os impactos antes e após aquisição. Este modelo avalia as variações ocorridas no cash das empresas após as decisões de aquisição de uma outra. Esta questão é relevante na medida em que, uma má decisão de investimento causa danos elevados em ambas as entidades.

Após considerar os dados microeconómicos, serão introduzidas variáveis macroeconómicas como o crescimento do PIB ou a inflação que demonstra a relevância da situação do país para efeitos de investimento. Prevê-se que quanto mais debilitado o país estiver, maior é a probabilidade das suas empresas serem alvo de aquisição, pois tornam-se mais acessíveis financeiramente para as empresas adquirentes.

Com a introdução da variável temporal *AFTER*, prevemos que esta influencie os resultados de uma forma positiva, na medida em que, a crise leva a que empresas em boas situações financeiras, consigam executar bons negócios com empresas mais debilitadas, que vêm o seu poder de compra e de negociação em baixa. Este ponto pode levar a um aumento do número de aquisições.

É espectável que com as aquisições haja uma maior sensibilidade do cash flow bem como do investimento, sendo que as empresas alvo vêm as suas restrições financeiras diminuir ao serem adquiridas.

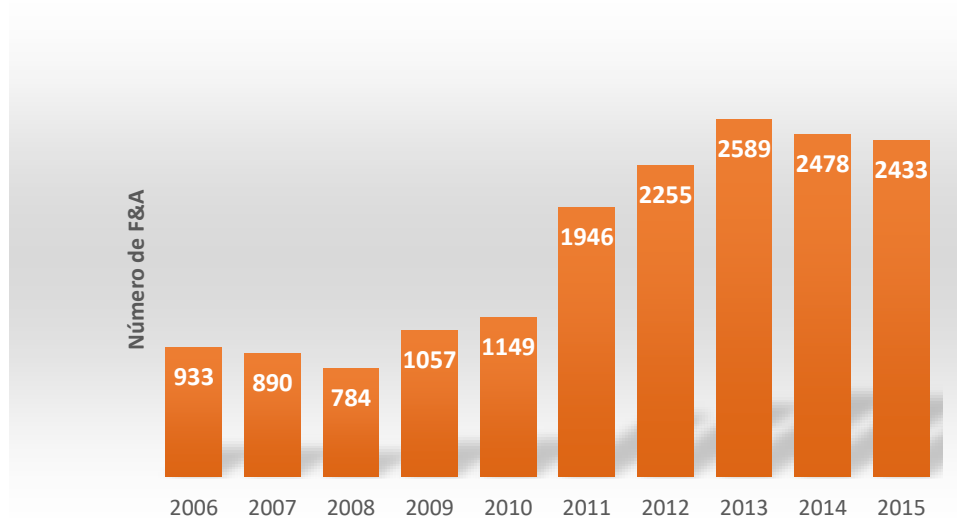
No quadro abaixo temos representados os principais países alvo e adquirentes. Podemos concluir que os países com maior número de transações foram a Alemanha e os Países Baixos. Ambos registam valores elevados de empresas que efetuaram/sofreram aquisições, durante o período de tempo de análise.

Quadro I – Ranking do nº de transações

Posição	Acquiror country	Total	Posição	Target country	Total
1º	Alemanha	1263	1º	Itália	1724
2º	Países Baixos	1176	2º	Países Baixos	1469
3º	França	1113	3º	Alemanha	1382
4º	Espanha	771	4º	Espanha	1260
5º	Itália	742	5º	Estónia	1179
16º	Portugal	117	13º	Portugal	227

No gráfico seguinte temos a análise das F&A durante o período em questão. Como era previsível, durante o período de crise houve um número reduzido de transações face aos anos seguintes. Tal como foi exposto anteriormente, após os períodos de crise regista-se um aumento das F&A, pois ocorrem mudanças nas políticas estruturais dos países incentivando este tipo de investimento. Pelo gráfico podemos constatar que a partir de 2011 o volume de transações sofreu um aumento exponencial.

Gráfico I - Evolução das F&A



Fonte: Do autor a partir da base de dados da Amadeus e Zephyr

Tal como era expectável, no auge da crise financeira (2008), o volume de transações foi menor em 106 operações. Esta queda já era sentida nos anos pré-crise onde as empresas reduziram os investimentos para fazer face aos agravamentos do sistema económico-financeiro. Posteriormente, no período de pós-crise, o crescimento é notável havendo um crescimento de 1805 transações no espaço de 5 anos. As empresas adquirentes retiravam partido das restrições financeiras a que as empresas-alvo estavam sujeitas, aumentando o seu poder no mercado e gerando sinergias positivas e, consequentemente, melhores resultados.

#### **IV. Resultados**

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos pela aplicação do modelo em estudo. Em todos os cenários é utilizado o modelo Ordinary Least Squares (OLS).

Na Tabela IV podemos evidenciar a influência das transações nas diferentes variáveis explicativas do estudo. Após a aquisição temos um impacto positivo no investimento pois, as empresas alvo, registam uma diminuição das restrições financeiras a que estavam sujeitas melhorando o seu acesso ao mercado de capitais. A variável AFTER é significativa para um nível de significância de 10% havendo um aumento de 1,5% no investimento após a aquisição. Paralelamente, o cash flow também tem um aumento de 57% confirmando a redução das restrições da empresa alvo. Pelo contrário, a rentabilidade do ativo (ROA) tem uma influencia negativa no investimento, ou seja, uma empresa com elevada rentabilidade não necessita de aumentar o seu investimento.

Analizando agora as variáveis macroeconómicas, temos que a inflação e o investimento direto estrangeiro, tem um impacto positivo no investimento sendo ambas as variáveis explicativas significativas para um nível de significância de 5%.



Tabela IV – Impactos da variável investimento

Dependent Variable: GROSSINV/TASSETS

Method: Least Squares

Sample: 1 6111 IF TASSETS>0 AND GROSSINV>0 AND LONGDEBT>0

Included observations: 1962

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.085792	0.013292	6.454429	0.0000
D01AFTERLASTTG	0.015495	0.008281	1.871108	0.0615
CF/TASSETS	0.575418	0.055052	10.45229	0.0000
D01AFTERLASTTG*CF/TASSETS	-0.126304	0.059656	-2.117217	0.0344
LOG(TASSETS)	-0.003955	0.000960	-4.120350	0.0000
ROA	-0.005660	0.000550	-10.29669	0.0000
LONGDEBT/TASSETS	0.080118	0.012948	6.187646	0.0000
D01AFTERLASTTG*LEVERAGE	-0.001842	0.000918	-2.006633	0.0449
INF	0.007240	0.002508	2.887014	0.0039
FDIINT+FDIOUT	0.000968	0.000307	3.149715	0.0017
R-squared	0.101569	Mean dependent var		0.100419
Adjusted R-squared	0.097427	S.D. dependent var		0.115766
S.E. of regression	0.109982	Akaike info criterion		-1.571915
Sum squared resid	23.61150	Schwarz criterion		-1.543466
Log likelihood	1552.049	Hannan-Quinn criter.		-1.561459
F-statistic	24.51960	Durbin-Watson stat		1.977287
Prob(F-statistic)	0.000000			

Adicionalmente, testamos os impactos na variável dependente introduzindo o logarítmo para a variável investimento no modelo. Isto permite controlar a heterocedasticidade diminuindo a sensibilidade a observações desiguais, além de ser um modelo em que a resposta da variável explicada é calculada como a taxa de variação do investimento no ativo. Na Tabela V podemos evidenciar uma melhoria na significancia da variável AFTER sendo o panorama geral semelhante ao anterior.

Tabela V- Impactos do logaritmo do investimento

Dependent Variable: LOG(GROSSINV/TASSETS)

Method: Least Squares

Sample: 1 6111 IF TASSETS>0 AND GROSSINV>0 AND LONGDEBT>0

Included observations: 1857

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.574021	0.194900	-18.33774	0.0000
D01AFTERLASTTG	0.363794	0.113343	3.209683	0.0014
CF/TASSETS	6.872003	0.757046	9.077390	0.0000
D01AFTERLASTTG*CF/TASSETS	-1.681452	0.809798	-2.076384	0.0380
LOG(TASSETS)	-0.035870	0.021872	-1.640008	0.1012
ROA	-0.059465	0.007517	-7.910613	0.0000
LONGDEBT/TASSETS	0.615248	0.180505	3.408477	0.0007
D01AFTERLASTTG*LEVERAGE	-0.031483	0.012290	-2.561664	0.0105
INF	0.136368	0.034696	3.930413	0.0001
FDIINT+FDIOUT	0.008550	0.004360	1.961004	0.0500
LOG(EMPLOY)	0.055882	0.023043	2.425171	0.0154
R-squared	0.069638	Mean dependent var	-2.918356	
Adjusted R-squared	0.064598	S.D. dependent var	1.510238	
S.E. of regression	1.460644	Akaike info criterion	3.601538	
Sum squared resid	3938.407	Schwarz criterion	3.634276	
Log likelihood	-3333.028	Hannan-Quinn criter.	3.613604	
F-statistic	13.81741	Durbin-Watson stat	2.093643	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Na Tabela VI aplicamos o estudo anteriormente desenvolvido mas para a variável dependente cash flow. Esta variável indica as disponibilidades de cash por parte das empresas. Constatamos que após aquisição a disponibilidade é negativa, ou seja, há uma queda nas reservas de caixa das empresas alvo. Adicionalmente concluímos que após a aquisição temos um aumento no investimento de forma significativa. A rentabilidade do ativo, bem como a inflação registrada, têm um impacto positivo e significativo sobre o cash flow pois, quanto maior for a rentabilidade do ativo e a taxa de inflação, maior é a disponibilidade de cash pelas empresas.

Tabela VI – Impactos da variável cash flow

Dependent Variable: CF/TASSETS

Method: Least Squares

Date: 09/14/17 Time: 01:47

Sample: 1 6111 IF TASSETS>0 AND LONGDEBT>0 AND GROSSINV>0

Included observations: 2042

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.081457	0.005931	13.73434	0.0000
D01AFTERLASTTG	-0.004369	0.003391	-1.288423	0.1977
D01AFTERLASTTG*GROSSINV/TASSETS	0.092499	0.022028	4.199228	0.0000
LOG(TASSETS)	-0.010643	0.001028	-10.34954	0.0000
ROA	0.009102	8.45E-05	107.7470	0.0000
INF	0.003688	0.001125	3.279267	0.0011
LONGDEBT/TASSETS	0.007950	0.004815	1.651208	0.0989
LOG(EMPLOY)	0.000796	0.000863	0.922176	0.3565
EXTBALANC	0.000536	0.000305	1.756547	0.0791
LOG(SALES)	0.007382	0.001175	6.282665	0.0000
FDIINT+FDIOUT	-0.000220	0.000145	-1.521025	0.1284
R-squared	0.869344	Mean dependent var	0.048979	
Adjusted R-squared	0.868701	S.D. dependent var	0.135656	
S.E. of regression	0.049155	Akaike info criterion	-3.182287	
Sum squared resid	4.907413	Schwarz criterion	-3.152004	
Log likelihood	3260.115	Hannan-Quinn criter.	-3.171179	
F-statistic	1351.365	Durbin-Watson stat	1.925313	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabela VII - Medidas descritivas

	D01AFTERLASTTG	CF	TASSETS	ROA	LONGDEBT	INF	FDIINT	FDIOUT
<b>Mean</b>	0.292607	61409.11	1082567	0.329525	302109.3	1.382052	3.022771	3.727653
<b>Median</b>	0	1115	54638.53	1.205	2347.084	1.469887	2.136033	2.973752
<b>Maximum</b>	1	5338000	45352000	100	19735000	4.071949	255.4233	160.4055
<b>Minimum</b>	0	2575000	2.675	-100	-668.9182	0.710143	6.869414	-5.89622
<b>Observations</b>	5451	5999	6111	5867	5549	4673	5128	5128

## **V. Conclusão**

O objetivo desta dissertação foi examinar se a crise financeira de 2008 teve impactos significativos nas decisões das empresas e se as aquisições e fusões reduziam as restrições das empresas alvo. A amostra selecionada foram países da Zona Euro, uma vez que, o sistema monetário comum exige a divulgações de dados financeiros das empresas e dos respetivos países que não se conseguiam obter caso não houvesse este sistema comum. Isto permite contornar uma das principais limitações de estudos anteriores onde nem sempre era possível obter os dados pretendidos ou a informação não era totalmente viável. Outro motivo foi a não existência de variações cambiais devido a todos os países terem como moeda o Euro.

A aquisição é justificada pelos gestores como sendo algo de elevado valor económico maximizando o investimento.

O estudo pretende determinar por um lado a influência da crise de 2008 nas empresas e o volume ocorrido antes e apos este período. Por outro lado, os fatores que afetam positiva e negativamente estas transações.

Para isto, foi utilizado o modelo OLS para testar se as restrições eram eliminadas e o investimento aumentava. Concluimos que o período posterior à aquisição (variável AFTER) influencia positivamente o investimento registando uma melhoria do mesmo. Adicionalmente, variáveis macroeconómicas têm uma influência positiva no estudo pois, o aumento da inflação ou o investimento direto potencializa a queda das restrições e aumento do investimento.

## VI. Apêndice

Variáveis	Descrição
Sales	Net sales + Services
EBIT	Sales-Operating Expenses
Taxation	Corporate income tax
Cash Flow	Income (loss) for the year + Income (loss) of minority interests+ Deprec
EBITDA	EBIT+DEP
Net Income	Sales-Total Expenses
Total Assets	Fixed and other noncurrent assets+ Current Assets + Prepayments and accrued income
Profit Margin	Net Income/Sales
Fixes Assets	Intangible Fixed Assets +Tangible Fixed Assets+ Other Fixed Assets
	Tangible fixed assets +Other fixed assets
Long Term Debt	Long-term debt
ROA	EBITDA(EBTA)/Total assets
Employ	The number of employees (EMPL)
GDP	Annual percentage nominal growth rate of GDP in local currencies
Cash Flows/Total Assets	Cash Flows/Total Assets
Ln(Total Assets)	Natural logarithm of total assets converted into U.S. dollars.
Leverage	[Long-term debt (LTDB) + Current liabilities (CULI)]/Total assets
INF	Inflation, GDP deflator (annual %)
FDIINT	Foreign direct investment. It is the sum of equity capital, reinvestment of earnings, other long-term capital, and short-term capital as shown in the balance of payments.
FDIOUT	Foreign direct investment. It is the sum of equity capital, reinvestment of earnings, and other capital. Direct investment is a category of cross-border investment associated with a resident in one economy having control or a significant degree of influence on the management of an enterprise that is resident in another economy.

## VII. Bibliografia

António Gomes 2012, “Fusões & Aquisições no setor bancário em tempo de crise: Impacto na Performance Operacional dos Bancos Adquirentes”

Gaughan, P. A., 1999, “Mergers, acquisitions and corporate restructurings”, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc.(Isil Sevilay Yılmaz, 2016)

Martynova, M. e L. Renneboog, 2008, “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n. 10, pag. 2148-2177

Cornand, C., & Gimet, C. (2012). The 2007–2008 financial crises: Is there evidence of disaster myopia?. *Emerging Markets Review*, 13, 301–315.

Dwyer, G. P., & Lothian, J. R. (2012). International and historical dimensions of the financial crises of 2007 and 2008. *Journal of International Money and Finance*, 31, 1–9.  
Kamin, S. B., & DeMarco, L. P. (2012). How did a domestic housing slump turn into a global financial crises. *Journal of International Money and Finance*, 31, 10–41.

Kowalski, T., & Shachmurove, Y. (2011). The financial crises: what is there to learn?. *Global Finance Journal*, 22, 238–247.

Pablo, E. (2009). Determinants of cross-border M&A in Latin America. *Journal of Business Research*, 62, 861–867

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). International aspects of financial market imperfections – the aftermath of financial crises. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 99, 466–472

Arnold, P. J. (2009). Global financial crises: The challenge to accounting research. *Accounting, Organizations and Society*, 34, 803–809.

Gort, M. (1969). An economic disturbance theory of mergers. *Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624–642.

Kang, N., & Johansson, S. (2000). *Cross-border mergers and acquisitions: Their role in industrial globalisation*. OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2000/01. OECD Publishing. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1787/137157251088>

Rossi, Stefano, and Paolo F. Volpin, 2004, Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 74, 277–304.

Froot, Kenneth A., and Jeremy C. Stein, 1991, Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach, *Quarterly Journal of Economics* 106, 1191–1217.

Coeurdacier, Nicolas, Roberto A. DeSantis, and Antonin Aviat, 2009, Cross-border mergers and acquisitions and European integration, *Economic Policy* 24, 55–106.

Weston, J. F., Chung, K. S., & Hoag, S. E. (1998). *Mergers, restructuring and corporate control*. New Delhi: Prentice-Hall.

Rao-Nicholson, R., & Salaber, J. (2014). Impact of the financial crisis on the performance of European acquisitions. In: Y. Temouri & C. Jones (Eds.), *International business and institutions after the financial crisis* (pp. 73–92), Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke.

Rao-Nicholson, R., & Salaber, J. (2015a). Impact of the financial crisis on banking: a look at shareholder wealth. *International Journal of the Economics of Business*, 22, 87–117.

Erel, Isil, Liao, Rose C., and Weisbach, Michael S., 2011 “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions”, *Journal of Finance*, Forthcoming article.

Ellis, Jesse, Sara Moeller, Frederik Schlingemann, and René M. Stulz, 2012, Globalization, country governance, and corporate investment decision: An analysis of cross-border acquisitions, Dice Working Paper 2012-3, Ohio State University.

Ahern, Kenneth, Daniele Daminelli, and Cesare Fracassi, 2012, Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

Danbolt, Jo. (2004), "Target Company Cross-border Effects in Acquisitions into the UK", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 1, pp. 83–108.

Martynova, Marina and Renneboog, Luc (2011), "The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave", *European Financial Management*, Vol. 17, No. 2, 208–259.

Goergen, Marc and Renneboog, Luc (2004), "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 1, pp. 9–45.

Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European Banking Sector. *Journal of Banking and Finance*, 37, 5394–5405

Kahouli, B., & Maktouf, S. (2015). The determinants of FDI and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model. *International Business Review*, 24, 518–529.

Reddy, K. S., Nangia, V. K., & Agrawal, R. (2014). The 2007–2008 global financial crisis, and crossborder mergers and acquisitions: A 26-nation exploratory study. *Global Journal of Emerging Market Economies*, 6, 257–281



Isil Sevilay Yılmaz , B. T. (2016). "Global Merger and Acquisition (M&A) activity: 1992–2011." Finance Research Letters.

Zaheer Khan, R. R.-N., Pervaiz Akhtar, Shaowei He (2016). "Cross-border mergers and acquisitions of emerging economies' multinational enterprises — The mediating role of socialization integration mechanisms for successful integration." Human Resource Management Review.

Fang Taoa, X. L., Lan Gaoa, Enjun Xiab (2017). "Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms." International Business Review.